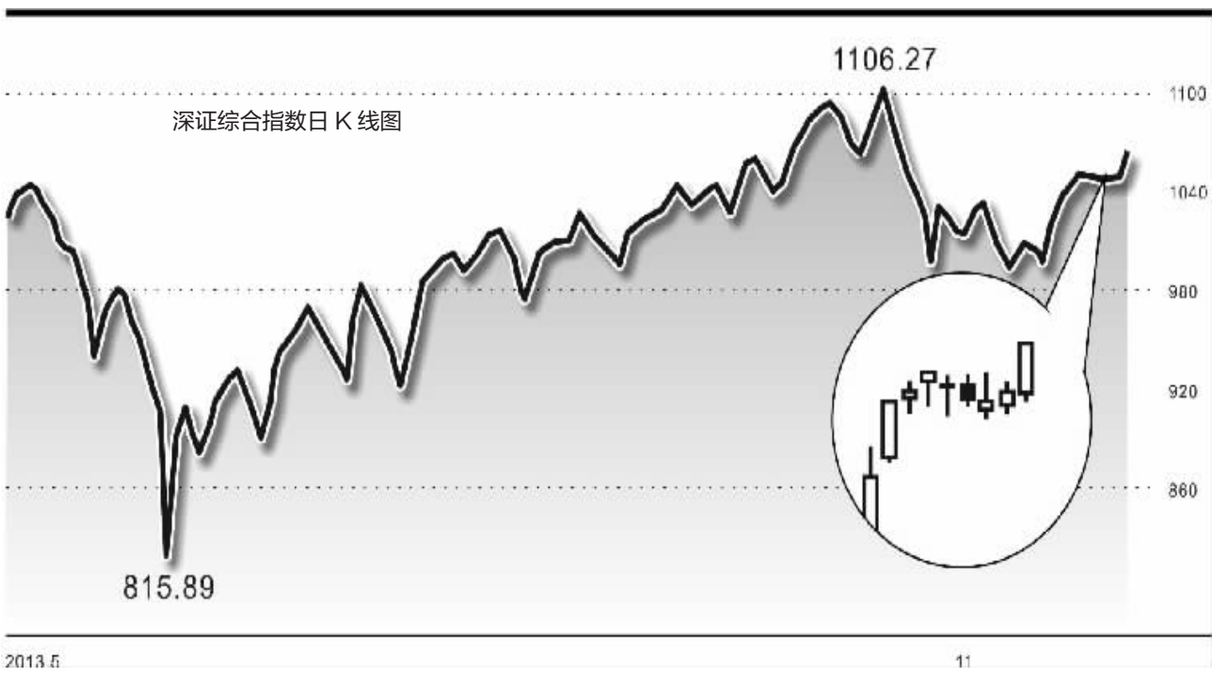
经济数据偏空、年底流动性偏紧、创业板迎解禁潮

跨年度行情预期升温 三大难题待解

万联证券研究所宏观策略部

受央行行长扩大QFII主体资格、增加投资额度以及险资股权投资比例提高等利好消息刺激，昨日两市主要股指放量反弹。传媒、国防军工、非银金融领涨，市场情绪重归乐观，跨年度行情预期再次升温。然而，从决定股指走向的宏观经济、流动性与市场供求关系来看，我们认为，短期内股指并不具备走出持续拉升行情的基础，跨年度行情或难如愿。



深综指昨日放量突破了近6个交易日的整理平台，近10个交易日日K线收出8阳2阴，强势特征明显。昨日该指数最高点1069点，离年内高点仅有不到4%的差距。 翟超/制图

经济数据整体偏空

最近公布的11月份汇丰制造业采购经理人指数初值预示经济拐点向下，周期性行业单季度盈利或将环比下滑。通过观察电厂日均耗煤量、资源性产品价格等高频数据，我们发现：11月份以来的耗煤同比增速大幅下滑，预示社会用电量同比增幅将继续收窄；兰格钢铁价格综合指数低位震荡，显示去产能过程仍在持续，而玻璃价格指数自9月中旬以来一路下滑，预示房地产投资增速正在且将进一步放缓。整体上看，宏观经济的微观指标已发出不利信号，明年一季度能否再次反弹向上尚且存在不确定性，随着偏空经济数据的不断公布，以周期性行业为主的主板股指年底前上行空间不宜乐观。

年底流动性偏紧

去年10月份以来，中国经济进入新一轮通胀周期，消费者物价指数（CPI）已经连续两个月站在3%以上，市场一致预期11月CPI将达到3.3%，接近央行货币政策调控的红线。基于此，尽管银行间市场利率中枢不断上移，央行始终坚持严格控制货币供给量。

近期银行间市场质押式回购加权平均利率居高不下，昨天14天期利率已升至6.22%。从历年规律来看，年初市场流动性偏宽松，但年底偏紧，资金价格中枢将进一步上移。本周央行暂停续做三年期央票，被市场解读为央行货币政策出现微调。然而，我们认为，本年度最后一期央票数量偏小，等额续做意义不大，不具有政策导向意义。尽管周二央行在公开市场开展320亿元逆回购，绝对规模并不小，却未能覆盖到期金额，显示央行并无微调中性偏紧的货币政策的意图。受市场利率持续攀升的影响，债券市场已显熊态，若年底前央行保持目前的货币政策不变，股债双杀的情形也并非不可能出现。

创业板迎解禁潮

据我们统计，即将到来的12月份有35家创业板公司限售股解禁，以昨日收盘价计算合计解禁市值达450亿元，是创业板成立以来最大的单月解禁市值。其中，首发原股东限售股解禁公司31家，占到了解禁公司总数的近90%。

今年创业板整体涨幅巨大，创业板股东解禁后抛售动力较强，这与今年以来的创业板解禁后的大小非实际减持情况基本一致。随着近日创业板的再次大幅反弹，年底限售股解禁或再催生一波减持潮，叠加资金面偏紧等因素，创业板短期反弹高度不宜乐观。

当然，从投资价值上来看，对比国内外市场估值水平，目前沪深300估值已经极具吸引力。随着未来人民币汇率自由化以及QFII投资额度的不断增加，低估值的优质蓝筹股将迎来长期投资机会。但短期内，我们对跨年度行情保持谨慎。行业配置方面，看好受益于4G牌照发放、新型城镇化规划出台等相对确定性事件给通信设备、环保、非银金融以及机械行业带来的投资机会。

A股进入治市时代 耐心布局适应新环境

徐广福

A股市场经过二十多年的发展取得了很大的成就，为中国经济的转型和发展做出了重要的贡献，市场的变动也牵动着亿万社会大众的内心。由于各种原因，A股累积的问题也越来越多，以至于现在新股停发一年之久仍未有重启迹向。同时，监管层查处的案件越来越多，有力震慑了违法犯罪行为。从管理层目前的一系列动作和释放的言论来看，我们可以判断A股自此将进入“治市时代”。

在市场治理阶段，很多过去合乎人情的行为未必能持续下去。市场的结构甚至内部模式都会出现不小的变化，投资思路也会发生相应的转变。如果各项工作推进得当，市场就具备了长期走牛的基础。但在治理的过程之中，投资者会发现原来的生存模式已无法适应新的变化甚至完全无法生存。这很可能导致市场出现阶段性的混乱，A股无法形成上行的合力。根据一般经验，这样的环境下产生大规模牛市行情的概率其实很低。

再从上市公司角度看，A股的现实是优质公司相对稀缺，业绩优良且具有真实成长性的公司少之又少。而在二级市场上，即使公司质地较为优良，公司的股价也未必就会有靓丽的表现。事实上，若大多数公司股价持续下行导致大盘下行，那些具有真实成长性的公司的股价也会受到较大拖累。

之前市场呼吁的优先股也好、强制分红也好，或者最近热议的注册制也好，都可以看做是治市的一些措施。这些措施如果正确实施，对A股未来的发展自然是善莫大焉。但是在实施的初期，也难免令市场产生一些阵痛。这是因为这些措施的推进，必然会对当前的估值体系带来冲击，甚至是强烈的冲击。估值体系的重建和稳定需要时间，投资者也需要一定的时间来接受新的事实，适应新的市场环境。

随着时间的推移，2014年的钟声快要敲起，各类机构投资者也进入锁定今年收益并布局明年的年末阶段。A股历史上向来有强烈的冬播行情预期，诸种因素的配合自然使得目前的时间段具有强烈的承前启后的味道。

从布局角度看，我们认为目前市场相对看好、政策相对确定、未来发展空间较大的四大板块是：军工航天、高铁、传媒娱乐和节能环保。

军工航天方面，斯诺登事件导致国际窃听公开化，使得我国北斗导航的应用驶上了快车道。北斗导航系列和军用飞机产业链，越来越吸引二级市场的眼球。高铁方面，李克强总理的出行，俨然使得高铁成为中国的一张名片。事实上这或许是中国制造到中国创造的艰难一跃，在国际上树立起中国高端装备的市场形象具有重要的意义。传媒娱乐方面，随着人均收入迈入中等发达国家水平，对文化产业的消费和需求与日俱增。国产票房的火爆和智能手机的推广，将借助4G的建设再上一层楼。节能环保方面，一有暴雨就四处看海的很多城市，显现出市政建设的规划布局明显的不足，污水处理及市政基础管网建设的发展值得期待；而河北强制关闭部分钢铁厂，更是中央大力治理空气污染的强烈信号。

（作者单位：湘财证券）

财经随笔 Essay

房地产调控不宜硬泼冷水

证券时报记者 付建利

新一届政府上任后，一直以来饱受高房价之苦的老百姓对房地产调控寄予极大希望。但从现有政策来看，并未出现严厉之声。而另一方面，政府高度重视保障房建设，专门召开会议研讨这一话题。种种迹象显示，新一届政府在房地产政策上的调控更加市场化，也就是让市场的归市场，涉及社会公共服务领域的则做好顶层设计，尽最大力量保障低收入阶层的居住权。

三中全会并未出现房地产调控方面的字句，新一届政府的领导人也并未在公开场合谈论类似房地产调控的话题，房地产市场严厉的调控之声似乎见不到了。取而代之的是，政府对保障房高度重视，领导层就住房问题进行专题研讨和学习。与此同时，今年以来，北京、上海等一线城市房价仍然在上涨，且涨幅还不小。三中全会将发挥市场在资源配置中的基础性作用改为市场在资源配置中的决定性作用，从大方向来说，中国经济的各个领域，未来市场化将更加彰显，房地产当然也不例外。

种种迹象已经表明，本届政府会高度重视市场自发的调节作用。在房地产市场上，对于具有投资属性的商品住宅，政府会从根源性的问题上逐步予以解决，比如地方政府的土地财政、税收调节等等；而对于具有社会公共服务的保障性住房，政府则会强力介入，通过加大保障性住房的建设力度，确保低收入阶层的居住权，而不是房屋所有权。这是现代市场经济体系在房地产市场上的细化，房地产多年以来的“空调”、越调越涨的尴尬状况，也有逐步解决的希望。

从市场化的商品住宅市场来说，由于地方政府的土地财政格局改变绝非一朝一夕之功，土地的垄断供给也一时难以改变，商品住宅供给的扩大也需要假以时日。而从需求端来说，此轮房地产市场的价格上涨，更多地是由自主性需求推动，而非投资性需求主导。供不应求的局面，决定了一线城市房价的上涨也许还未到尽头。但三四线城市的房价则另当别论，因为这些城市的供给很多已经超过需求。

另外，从信贷政策来说，支持房地产市场过去若干年疯涨的一个重要原因，是流动性的过度释放，银行信贷资金过多地流入地产领域。未来，新一届政府不会轻易出台刺激政策，这也意味着流动性不会过度宽裕，这对房地产市场的非理性泡沫，会起到抑制作用。

从新一届政府的底线思维来说，房地产领域牵涉到几十个行业的发展，如果硬泼冷水，依靠政策强硬打压下去，就会挫伤经济的稳健发展，影响经济既定目标的实现。更严重的是会影响到劳动人口的就业，危及社会稳定。因此，从现实的角度而言，未来房地产市场出台严厉打压政策的可能性微乎其微。让房地产市场更加市场化，让市场在房地产领域的资源配置中起到决定性作用，做好相关方面的政策配套和服务工作，减少审批制，可能是未来房地产市场的政策方向。

机构视点 Viewpoints

看好新兴市场明年表现

高华证券：我们认为，发达市场增长拐点最终将会推动2014年新兴市场表现。我们预计2014年新兴市场国内生产总值增速将小幅升至5.3%，盈利将增长8%。考虑到中国和俄罗斯市场一定程度的估值扩张，我们预计2014年股价回报为18%（2013年为0%），按波动性调整后与发达市场的水平一致。美国逐步退出量化宽松（QE）和地区选举可能会造成上半年走势不稳定，但随着发达市场复苏变得更为显著，新兴市场应会反弹。

我们将中国和俄罗斯市场的配置建议上调至高配。这两个国家均已着手进行改革，并在能源领域更紧密地合作。由于发达市场增长加速，我们维持对韩国和墨西哥市场的高配建议。各板块市盈率的分化程度应会下降，估值倍数较低的领域（国企、出口企业）可能因发达市场增长和新兴市场改革而获得估值重估，估值倍数较高的板块（防御性板块、内需周期性板块）可能因宏观经济重达平衡而出现估值向下重估。

我们关注的题材：逐步退出QE、金砖四国、资金流。美国逐步退出QE和地区经常项目赤字依然是新兴市场面临的问题，但延迟退出QE令一些国家市场趋于稳定，降低了新兴市场易受不利影响的程度。五年来金砖四国表现落后于整体新兴市场的局面可能会在年中得以扭转。新兴市场债市资金流的放缓程度可能比股市更严重，而这可能会导致新兴市场股市和汇率表现之间继续分化。

突破箱体需量能支持

西部证券：周三沪指在以券商为首的权重品种拉动下震荡冲高，盘中传媒、卫星导航等热点表现活跃，有效提振了市场的交投情绪。不过，两市量能水平并未出现显著放大，可见场内依然是以存量资金运作为主。我们认为，由于央行调整货币政策大方向的概率不大，加之年末资金紧张效应扩散，短期内A股市场增量资金的规模有限，短线冲高后市场将面对增量不足的难题，箱体震荡的格局仍会延续。

虽然四季度经济增速下降预期对A股市场形成了一定利空压制，但我国目前宏观经济的运行依然相对稳定，其出现系统性风险的可能性不大。然而，流动性问题成为了目前困扰A股市场的最大难题。在7月平稳回落之后，近期短期市场资金利率水平整体再度回升。虽然央行在公开市场上进行了多次小规模的7天和14天期限逆回购操作，但“锁长放短”的方式也仅仅是缓解了短期资金面压力，对中期利率攀升的走势并未形成较大影响。

考虑到目前央行在货币政策调控中，必须在国债收益率、银行间利率和M2目标、通胀水平等因素之间进行权衡，这也就意味着央行的调控难度大而空间小，目前偏紧的货币政策将贯穿年底。对于A股市场而言，飙高的资金利率水平不仅意味着融资成本的上升，也间接压缩了资金流入资本市场的规模。同时值得注意的是，四季度银行理财市场在发行量和收益率上出现了双增局面，资金的分流压力将不利于股指的进一步上行。

整体看来，目前市场正处于消息面无明显利空或利多、资金面偏紧预期转浓的僵局之中。周三沪指的冲高回落也显示出多空双方对2200点关口的分歧偏大。因此，断言股指已走出震荡格局还为时尚早，若量能水平不能实现同级别放大，将对指数反弹空间形成制约。我们预计后市沪指在60日均线上方展开强势整理的概率较大。

结构性行情仍将延续

华融证券研究所：展望后市，宏观基本面变化不大。流动性方面，从中期来看可能会继续保持偏紧状态，但短期内央行继续实施逆回购投放资金，且周一暂停了到期央票续作，释放了有意缓和短期流动性紧张情况的信号。房地产调控方面，多个地方出台了更严格的限购和贷款首付政策。我们认为，金融、房地产板块尽管面临压力，但下行空间不大，权重板块压力逐步释放反而可能带来市场的上行。另一方面，题材板块炒作热情有所减弱。后市市场的走向将取决于这两种力量的共同作用，如果权重板块面临的压力得到充分释放，则大盘会有所反弹，以题材股为核心的结构性行情仍将延续。

操作策略上，建议关注国防军工、网络安全、国企改革、土地流转、高铁、节能环保等改革和转型相关的题材板块，此外可关注受益于经济长期健康发展的大消费板块。

（陈刚 整理）

财苑社区 MicroBlog

多头控盘迹象明显

福明（网友）：周三之前，大盘运行中规中矩，呈现上下两难的格局。周三上证指数早盘再次跌到年线附近，但11点左右突然在券商保险出手下，大盘跳涨回升，做多主力控盘迹象十分明显。既然多头能如此控盘，那么大盘的下跌空间也就不大了。

上证指数目前仍处于年线和2年线（500日均线）之间的空间运行，但经过周三的回升，已经具备再次攻击2年线（目前在2220点）的能力。如果券商股和保险股能联袂上攻，成功的概率会多增几分。此外，作为领先指数的创业板指周三率先放量突破，日K线收出中阳线，已经指明了大盘短线向上的运行方向。

利用震荡进行冬播

伟晴（世纪证券分析师）：从大盘运行看，近期量价关系配合良好，每一次反弹价升而量增，而每一次回调价跌而量减，说明主力控盘的程度较高，回调都是一种回压指标和洗盘的行为。创业板的放量突破也给主板指明了方向，加之权重股的调整结束，预计上证指数近几日将发动上攻2230点的攻势。在目前消息面利好市场的环境下，利用震荡进行有目的冬播不失为一个好的策略。

就周四来看，结合上证指数15-60分钟指标分析，股指冲高到2220点一带震荡的可能性大，压力位2220点，支撑位2190点。建议关注军工、环保、网络信息及高送转等概念板块。

成交难支撑大反弹

推石的凡人（财经名博）：周三主板市场在券商、保险等蓝筹股带领下走出较大幅度的反弹行情，成交量有所放大，但离中级反弹行情需要的成交量还有距离。如果要继续反弹，尚需成交量的进一步放大配合。创业板指数一度大涨近3%，但从盘面来看，涨停板个股比周二调整市况时还要少，显示出一种不太和谐的背离现象，显示出当前市场资金的不足。我们认为，以目前的成交量难以支撑一个大级别的反弹，更难言反转。

进入“爬坡行情”

股海十一少（财经名博）：最近股指在高位震荡，股评的声音一直偏谨慎，甚至认为市场短线会跳水。其实，大部分人都是希望市场能够砸出一个坑，然后可以捡便宜货。但股指并没有走出这样的走势，股指盘中的直接拉升说明市场真正进入“爬坡行情”。真理并不掌握在多数人手里。

（陈刚 整理）

以上内容摘自财苑社区（cy.stcn.com）